

Creșterea ratei dobânzii de politică monetară a BNR

Între impulsul de a mulțumi piața și abilitatea de a o surprinde

Lucian Isar

Executive Director
Head of Global Markets
Lucian.Isar@bancpost.ro

Dan Bucșa

Head of Research
Global Markets
Dan.Bucsa@bancpost.ro

„[...] mărirea substanțială a gradului de restrictivitate a politicii monetare a devenit inevitabilă în România [...]. Creșterea ratei inflației, nevoile de finanțare externă și presiunile cererii interne cer o rată a dobânzii mai mare decât cea preconizată de piață. [...] credem că e nevoie de creșteri suplimentare ale ratei dobânzii – până la 11% în scenariul nostru de bază (70% probabilitate).”

Barclays Capital Research
„Romania: The Case for Higher Policy Rates”¹

„[...] s-ar putea să asistăm la o schimbare de paradigmă, rata reală a dobânzii devenind mai importantă pentru evoluția cursului de schimb decât rata nominală. [...] din punctul de vedere al cursului de schimb, ratele reale ale dobânzii nu mai oferă o compensație suficientă pentru riscurile asociate contului curent.”

HSBC Global Research
„Paradigm shift from the nominal to the real”²

„În macroeconomie, înclinația spre acțiune sau inacțiune poate să afecteze deciziile guvernelor și băncilor centrale referitoare la modificarea sau păstrarea la același nivel a unor variabile de politică (ratele dobânzii, ratele impozitelor, tipurile de cheltuieli etc.). [...] dacă performanțele economiei au fost slabe în ultima vreme, banca centrală sau guvernul pot fi tentate «să facă ceva» și să schimbe anumite variabile economice, chiar dacă beneficiile asociate acestor schimbări nu depășesc neapărat riscurile. Dacă situația se înrăutățește, autoritățile vor putea spune că au încercat să facă ceva, în timp ce inacțiunea va evita cu greu criticile că «nu s-a făcut nimic», în ciuda semnalelor de alarmă.”

M. Bar-Eli, O. H. Azar, I. Ritov, Y. Keidar-Levin, G. Schein
„Action bias among elite soccer goalkeepers:
The case of penalty kicks”³

- **O parte a pieței preconizează creșteri suplimentare ale dobânzii BNR, până la 11%.**
- **Aceste anticipații se bazează pe argumente legate de situația macroeconomică a României, schimbarea preferințelor investitorilor internaționali și semnalele date de piața monetară.**
- **Nu credem că motivațiile enunțate anterior sunt suficient de puternice pentru a justifica pe termen scurt o creștere abruptă a dobânzii de politică monetară.**

Argumente potențiale pentru creșterea ratei dobânzii:

- situația macroeconomică
- atractivitatea redusă a leului
- semnalele pieței monetare

În ultimele luni, creșterea abruptă a ratei de politică monetară este susținută de tot mai multe instituții financiare. Motivațiile pot fi grupate în trei categorii mari:

1. motivații macroeconomice, sintetizate în citatul preluat din publicația Barclays Capital din 14 februarie 2008: creșterea inflației, nivelul redus al ratei reale a dobânzii, presiunile cererii interne și acoperirea sa insuficientă prin finanțare externă;

2. preferința investitorilor internaționali pentru monede susținute de o rată reală a dobânzii mare, idee enunțată în al doilea citat, preluat din ediția din 11 februarie 2008 a Currency Weekly publicat de HSBC Global Research. Suspectul de serviciu este randul sudafrican, iar exemplul pozitiv este lira turcească. În spiritul celor afirmate de cei de la HSBC Research, rata reală a dobânzii BNR este mult prea redusă, ea compensând insuficient riscul generat de un deficit comercial mare (o rată reală ridicată ar frâna creșterea cererii interne și, prin urmare, creșterea importurilor). Leul ar putea fi introdus într-un portofoliu care să mizeze pe deprecierea abruptă a monedelor vulnerabile din economiile emergente;

3. creșterea ratelor de dobândă pe piața monetară peste 11%. Pentru a împiedica deprecierea viitoare a leului, BNR ar trebui să țină cont de aceste niveluri și să ridice rata dobânzii în concordanță cu așteptările pieței.

Cele trei categorii de motivații sunt analizate în continuare.

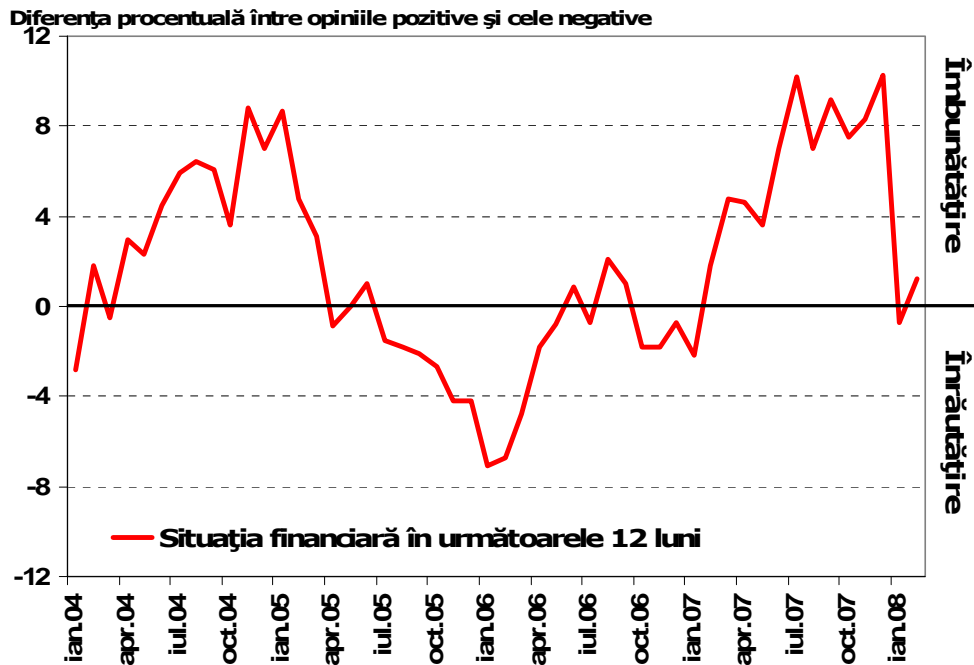
Asociem o probabilitate de 80% reluării dezinflației începând cu cel de-al doilea trimestru.

1. Rata inflației a crescut abrupt începând cu luna august 2007 dar este plauzibil să afirmăm că maximul inflației anuale va fi atins în luna martie 2008, după care procesul de dezinflație se va relua. Cauzele principale ale acestei inversări sunt:

- deprecierea leului nu va mai continua în ritmul din perioada iulie 2007 – ianuarie 2008 (aproximativ 18% față de euro). Corecția cursului de la nivelurile supraapreciate atinse în vara trecută s-a produs deja, afirmație sprijinită de reducerea volatilității fluctuațiilor zilnice ale cursului de schimb EURRON (graficele 2a și 2b prezintă volatilitățile pentru 20 și 40 de zile);
- efectul de bază dat de creșterea mare de prețuri din lunile aprilie – decembrie 2007 (rată anualizată de 8,4%) va ajuta reducerea inflației în anul curent. Afirmația anterioară mizează pe ciclicitatea producției agricole – adică pe o recoltă mai bună decât cea din anul trecut – și pe o depreciere mai mică a leului în raport cu euro față de cea înregistrată în 2007;
- creșterea veniturilor va fi, probabil, mai redusă decât în anul anterior. Populația pare să-și fi temperat

anticipațiile privind creșterea veniturilor, conform sondajului BCS al Comisie Europene (graficul 1). Preconizarea unor venituri mai mari pare să fi coincis până acum cu ciclul electoral. Deși până la sfârșitul anului viitor vor avea loc trei runde de alegeri, previziunile consumatorilor sunt mult mai moderate decât anul trecut, corecția fiind cea mai abruptă de la precedentele alegeri până în prezent. Cauzele plauzibile ale pesimismului sunt mediatizarea continuă a semnalelor de alarmă trase de autoritățile interne și internaționale privind dinamica mult prea rapidă a veniturilor și anticipațiile proprii ale salariaților.

Graficul 1: Anticipațiile consumatorilor privind situația lor financiară



Sursa: Business and Consumer Survey, Comisia Europeană. Date desezonalizate

Începând cu 2004, salariile angajaților statului au crescut mai repede decât cele din sectorul privat, însă dinamica lor va fi probabil afectată de anunțata reducere a cheltuielilor bugetare. Lipsa semnalului de indexare puternică din partea statului și creșterea costurilor reale cu forța de muncă peste câștigul de productivitate⁴ vor reduce motivația firmelor de a mări în continuare salariile în ritmul din ultimele 12 luni (aproape 22% în termeni reali, ianuarie 2008 față de ianuarie 2007). Deși anumite sectoare economice se confruntă cu o penurie de angajați (construcții, industrie ușoară, IT), sondajul BCS arată că, pe ansamblul industriei, mai mulți antreprenori sunt îngrijorați

de constrângerile financiare decât de forța de muncă insuficientă.

Conform sondajelor menționate, din ce în ce mai puțini consumatori se așteaptă să facă investiții importante în următorul an (deși proporția lor rămâne încă mare), ceea ce ar putea indica o încetinire a ritmului rapid de creștere a creditării. La rândul său, oferta de credite va fi afectată de penuria de lichiditate și de recenta înăsprire a condițiilor de creditare, după relaxarea lor în primăvara anului trecut.

Având în vedere argumentele prezentate, asociem o probabilitate de 80% reluării dezinflației în trimestrul II al anului curent.

Raportată la inflația prognozată pentru sfârșitul anului, rata reală a dobânzii de politică monetară este în jur de 3%, fiind cea mai mare din Uniunea Europeană.

Argumentul referitor la nivelul redus al ratei dobânzii pornește de la raportarea la rata curentă a inflației și de la efectele dobânzii reale asupra economiei.

Politica monetară trebuie să fie proactivă și să ia în considerare anticipațiile privind inflația. Relevanța dobânzii reale actuale scade dacă se acceptă ipoteza reluării dezinflației începând cu al doilea trimestru al anului. Astfel, dacă dobânda de politică monetară ar rămâne la 9% până la sfârșitul anului iar rata inflației s-ar situa în apropierea proiecției BNR (5,9%⁵), rata reală a dobânzii ar fi de aproximativ 3%, a doua rată reală din Europa ca mărime, după cea din Turcia. Rata reală reprezintă 50% din rata prognozată a inflației, a cincea din 14 rate⁶, înaintea celor din țările europene cu deficit extern mare. *Ceteris paribus*, o creștere la 9,25% a ratei dobânzii de politică monetară ar echivala cu o rată reală de aproximativ 3,2%, cea mai mare din Uniunea Europeană la sfârșitul anului curent ca valoarea absolută și a doua raportată la rata inflației prognozată. Din această perspectivă, orice creștere a ratei dobânzii de politică monetară creează condițiile unei restrictivități ridicate la sfârșitul anului curent (în cazul în care nu survine o relaxare ulterioară a politicii monetare până în decembrie 2008).

În România, transmisia politicii monetare se face mai ales prin curs și prin anticipații privind inflația. Rata dobânzii are încă un rol redus.

În România, mecanismul de transmisie a politicii monetare funcționează mai ales prin intermediul cursului de schimb și al anticipațiilor privind inflația. O apreciere a cursului de schimb ajută procesul de dezinflație direct (reducând prețurile importurilor) și indirect (reducând cererea pentru bunurile interne). Efectele aprecierii au fost evidente în 2006 și în prima jumătate a anului trecut, când inflația s-a redus continuu iar deficitul de cont curent a crescut accentuat. Anticipațiile privind inflația au impact asupra

O creștere a ratei dobânzii ar avea ca impact reducerea eficienței ei ca instrument de politică monetară.

mecanismului de formare a prețurilor și asupra ratei de creștere a salariilor din economie. Pe parcursul ultimilor ani, ele au fost constant mai ridicate decât rata inflației, încetinind dezinflația. Rata dobânzii are încă o eficiență redusă în influențarea economiei reale. Pe lângă întârzierea normală cu care mișcările sale se reflectă în activitatea economică, eficiența ratei dobânzii este redusă:

- ca instrument, de gradul ridicat de euroizare: creșterea ratei dobânzii frânează creditarea în lei; în condițiile în care cererea de credite rămâne ridicată, se încurajează creditul în valută. Cum politica monetară acționează asupra celui din urmă doar prin măsuri administrative cu eficiență redusă (de tipul rezervelor minime obligatorii), creșterea ratei dobânzii poate provoca o fugă spre creditarea în valută și, prin urmare, o reducere a eficienței politicii monetare;
- ca semn, de comportamentul populației: creșterea creditelor contractate de gospodării depinde mai degrabă de ușurința accesării decât de costurile de rambursare. Creșterea creditului neguvernamental ca factor al expansiunii cererii interne s-a realizat în anul 2007 pe seama relaxării condițiilor de creditare în primăvara trecută și nu a fost un efect al evoluției ratei medii a dobânzii la creditele noi (pe parcursul anului, aceasta a fluctuat foarte puțin, nivelul din decembrie fiind comparabil cu cel din ianuarie).

Deficitul de cont curent este al patrulea ca mărime din 32 de state europene, dar deficitul lunar a scăzut în ultimele luni.

Anul trecut, cererea internă a crescut în termeni reali cu mai mult de 18%, deficitul de cont curent ajungând la aproximativ 14% din PIB, în special ca urmare a exploziei importurilor. Conform datelor Eurostat, România are al patrulea deficit de cont curent din 32 de state europene. Există semnale că adâncirea deficitului comercial a încetinit: începând cu luna septembrie 2007, trendul exporturilor⁷ a crescut mai repede decât cel al importurilor exprimate în euro. Continuarea acestei evoluții benefice este pusă în pericol de slăbirea anticipată a creșterii cererii în Uniunea Europeană (principalul partener economic al României) și de pierderea competitivității prețurilor practicate (creșterea dobânzii are un astfel de efect, alături de aprecierea leului, de salariile mai mari plătite angajaților și de scumpirea materiilor prime).

Importurile cu destinație industrială (peste 60% din total) nu pot fi reduse pe termen scurt.

Peste 60% din importuri sunt destinate industriei, acestea cuprinzând mașini, utilaje, produse importate pentru prelucrare, combustibili și materii prime. Pornind de la acest fapt, este foarte de greu de anticipat o curbare semnificativă a deficitului comercial pe seama reducerii lor. Importurile din categoriile menționate nu pot fi diminuate

Creșterea accelerată a creditului și a datoriei externe private și sondajul realizat de Comisia Europeană în rândul firmelor sugerează că finanțarea firmelor nu este problematică.

semnificativ pe termen mediu și nu pot fi influențate decisiv de rata dobânzii de politică monetară. Importurile de mașini și utilaje sunt necesare firmelor pentru re tehnologizare și sunt finanțate în mare parte prin împrumuturi bancare. Creșterea rapidă a creditului către companii și a datoriei externe private, precum și sondajul BCS arată că majoritatea firmelor găsesc ușor surse de finanțare. În plus, aceste importuri sunt o premisă pentru creșterea exporturilor viitoare. Cumpărările de produse ce urmează să fie prelucrate în România sunt, de obicei, finanțate din exporturile de produse similare, băncile acoperind doar necesarul temporar de finanțare. De altfel, importarea și exportarea repetată a produselor de acest fel determină o înregistrare contabilă repetată, majorând artificial importurile și exporturile⁸. Achizițiile de combustibili și materii prime de pe piețele externe au crescut pe măsură ce economia s-a dezvoltat iar volumul lor are o elasticitate redusă în raport cu prețurile internaționale, cursul de schimb sau rata dobânzii.

2. Argumentelor analiștilor HSBC se împart în două:

- rolul de semnal pe care l-ar avea ratele dobânzii în temperarea cererii interne și a importurilor și
- pericolul unor tranzacții care să mizeze pe slăbiciunea leului în cazul în care rata reală a dobânzii nu ar fi suficient de ridicată.

Așa cum aminteam în paragrafele anterioare, dobânda nu pare să joace deocamdată un rol de semnal în încetinirea sau accelerarea creditării gospodăriilor. Deși constrângerile financiare sunt importante pentru firme, impactul ratei dobânzii asupra cererii interne în general și a cererii de importuri trebuie analizat cu circumspecție. De altfel, evoluția exporturilor și importurilor în lunile noiembrie 2007 – ianuarie 2008 contrazice ipotezele analiștilor HSBC: reducerea deficitului comercial lunar (și a importurilor în particular) a fost sprijinită de deprecierea monedei naționale, în ciuda accelerării creșterii creditului neguvernamental ca indicator al dinamicii cererii interne. În tot acest timp, rata reală a dobânzii a continuat să scadă.

Un pariu pe deprecierea leului este perdant din cauza diferenței mari de dobândă în favoarea monedei naționale și a probabilității reduse asociate deprecierei puternice.

Eventuala introducere a leului într-un portofoliu care să mizeze pe slăbiciunea monedelor din economiile emergente este împiedicată de:

- diferența de dobândă pozitivă dintre leu și toate monedele europene în afară de lira turcească. Diferența este mare și în creștere față de dolar și ar putea să crească și față de euro dacă Banca Centrală Europeană

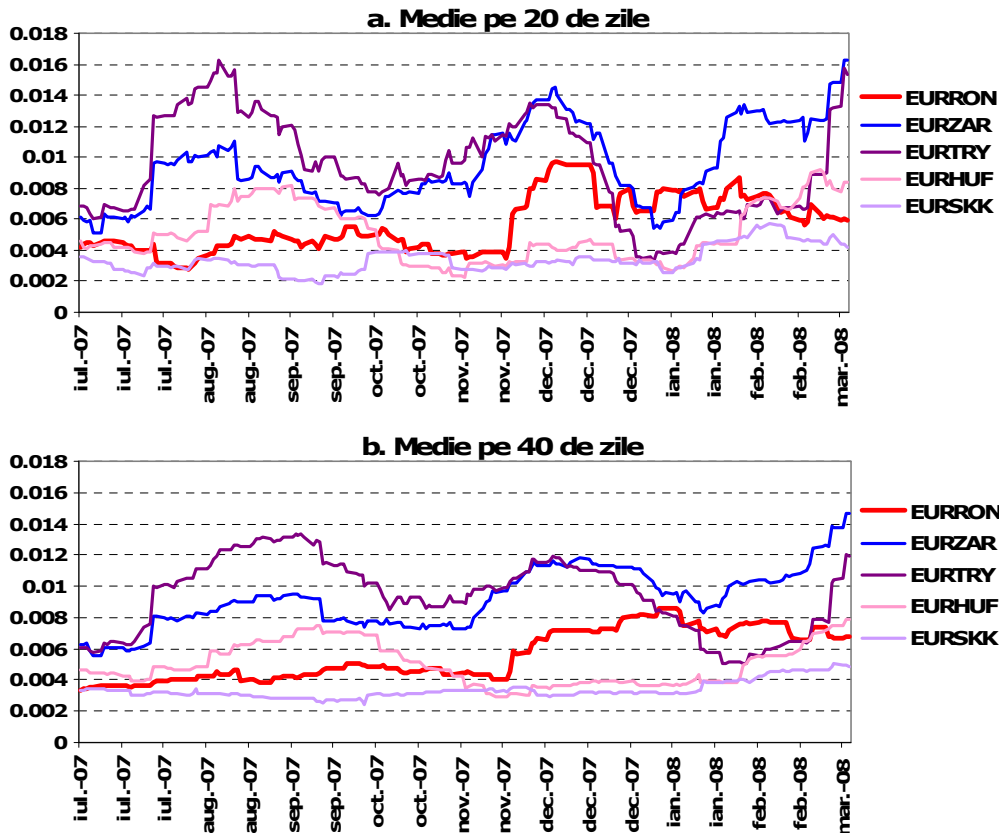
- decide să acționeze împotriva aprecierii euro în raport cu dolarul și/sau pentru a stimula creșterea economică;
- probabilitatea redusă a unei depreciere viitoare puternice a leului. Așa cum am amintit, deprecierea leului pare să se fi oprit în ultimele două luni. Deși volatilitatea cursului este încă ridicată, ea pare să fie pe un trend descendent începând cu luna decembrie, fiind mult mai mică decât volatilitatea implicită. În ciuda variațiilor, evoluția cursului arată că nivelul maxim amintit în declarațiile oficialilor BNR (4 RON/EUR) este dificil de atins. Date fiind diferența mare de dobândă în favoarea monedei românești și volatilitatea cursului, mizarea pe deprecierea leului folosind ordine *stop loss* cu limite suficient de prudente pentru a evita fluctuațiile zilnice mari este foarte costisitoare.

Mai mult, datorită diferenței mari de dobândă în favoarea monedei naționale și a volatilității în scădere, leul poate fi inclus împreună cu alte monede din economii emergente într-un portofoliu de *carry trade*. Portofoliile de tip *carry trade* vând monede cu rate ale dobânzii reduse contra monede cu rate ale dobânzii ridicate și volatilitate redusă. Semnalarea apropierii de finalul perioadei de creștere a ratei dobânzii ar diminua incertitudinea din piață și costul de oportunitate asociat anticipării unor creșteri viitoare. Ca urmare, investitorii vor profita de diferența de dobândă și vor cumpăra moneda națională, diminuând presiunile de depreciere.

Evoluția leului indică o decuplare recentă de alte monede considerate vulnerabile.

Asocierea leului cu randul sudafrican nu este sprijinită de evoluțiile cursurilor de schimb. Începând cu luna februarie, cursul leului pare să se fi decuplat de cele ale monedelor volatile din economiile emergente. Piețele insuficient dezvoltate și numărul mic de instrumente financiare denumite în lei reduc impactul unei eventuale fugi a fondurilor asupra cursului de schimb. De altfel, volatilitatea EURRON a fost, în medie, mai redusă decât cea a cursului EURZAR dar și decât cea a EURTRY, după cum se vede din graficele 2a și 2b. Mai mult, ea scade spre sfârșitul intervalului sub cea a EURHUF. Doar volatilitatea cursului EURSKK a fost permanent mai redusă pe perioada prezentată în grafice (iulie 2007 – martie 2008), coroana slovacă fiind o monedă stabilă în comparație cu monedele țărilor emergente, datorită fundamentelor macroeconomice solide.

Graficele 2: Volatilitatea cursurilor de schimb față de euro



Sursa datelor: Reuters, calcule proprii. Volatilități zilnice

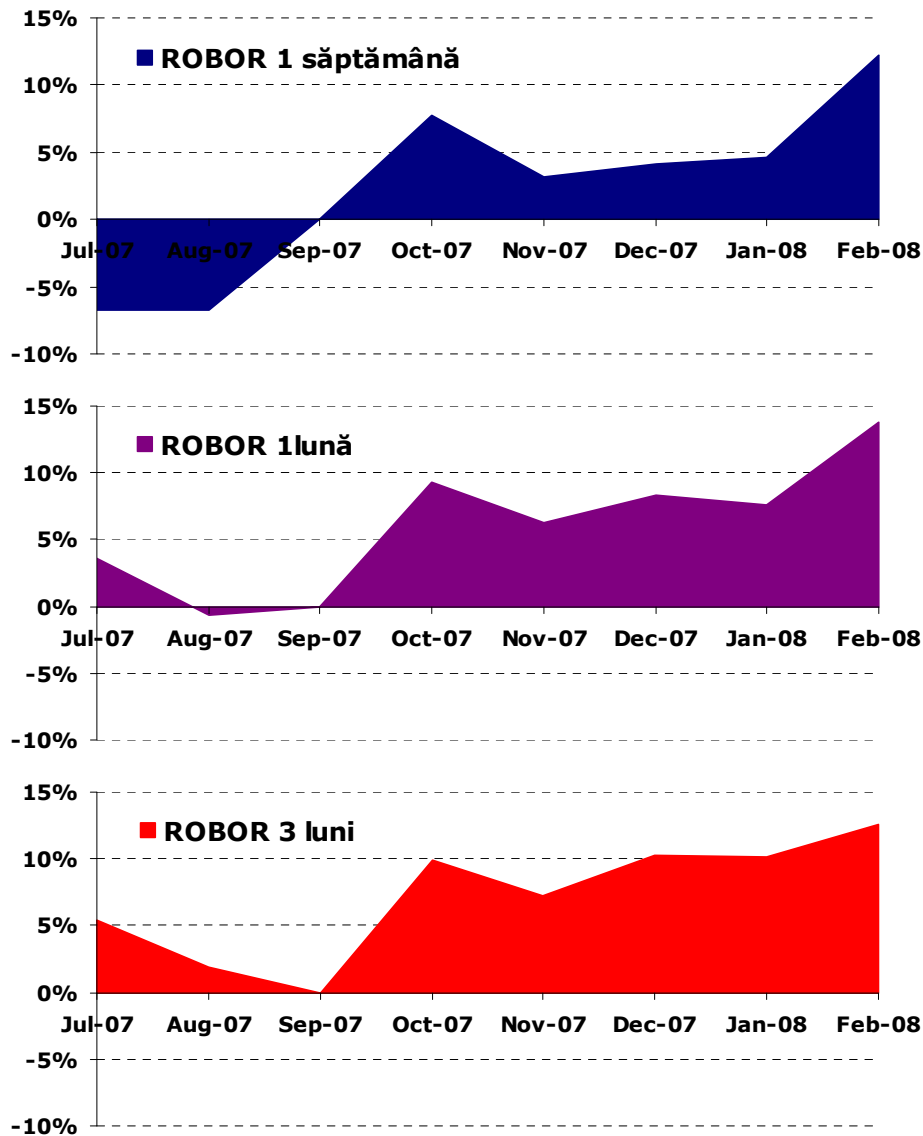
Dobânzile ridicate din piață includ prime de risc și de lichiditate.

3. Pe piața monetară, ratele dobânzii au depășit 11% la scadențe mai mari de 6 luni. Spread-urile dobânzilor interbancare față de dobânda de referință au crescut începând cu luna iulie 2007, punând capăt iluziei că aceste dobânzi nu includ nicio măsură de risc. Pentru a nu crea ancore nerealiste, trebuie precizat că dobânda conține două componente care sunt greu decelabile în mod explicit:

- structura pe termene a marjei de credit. Până la jumătatea anului trecut, riscul asociat plasamentelor făcute în țara noastră a fost redus, spread-urile la titlurile de stat față de titluri similare nemțești atingând un minim în luna iunie 2007. Creșterea riscului asociat României (și țărilor emergente în general) este o consecință a crizei piețelor financiare internaționale și a reorientării investitorilor către plasamente cu risc redus (*flight to quality*);
- structura pe termene a marjei de lichiditate. Lichiditatea abundentă din piață s-a reflectat în perioada martie – iulie 2007 în aprecierea puternică a leului, marja de

lichiditate fiind practic nulă. Criza financiară internațională și reducerea lichidității globale a cauzat o penurie de lichiditate și pe piața locală. Ca urmare, capitalurile provenind de la băncile mamă sau de la investitorii externi s-au împruținat.

Graficul 3: Spread-urile ROBOR față de rata dobânzii de referință



Sursa datelor: BNR, calcule proprii. Procente din dobânda de referință

Reducerea finanțărilor primite de băncile locale de la băncile mamă a determinat reorientarea spre surse interne de finanțare. Un prim efect vizibil este creșterea ratelor dobânzii la depozite. Dată fiind evoluția sistemului bancar, există premisele ca BNR să devină creditor net în toamna

O eventuală criză de lichiditate în piața bancară exacerbată de dobânzile ridicate din piață, poate fi extrem de periculoasă din cauza lipsei instrumentelor ce pot fi oferite băncii centrale drept colateral.

Pasul maxim justificat de perspectivele economiei este o majorare la 9,25% a ratei dobânzii de politică monetară.

acestui an. În aceste condiții, o eventuală criză de lichiditate exacerbată de rata ridicată a dobânzii oficiale ar fi greu gestionabilă, având în vedere penuria de instrumente pe care băncile locale le pot oferi drept colateral în cazul în care au nevoie de finanțare de la banca centrală. Absența securitizării lasă doar titlurile de stat la dispoziția băncilor comerciale.

Deoarece anticipațiile unei părți a pieței privind nivelul ridicat și persistența inflației viitoare nu sunt plauzibile, creșterile preconizate ale ratei dobânzii de politică monetară par, la rândul lor, puțin verosimile. Istoric, canalul anticipațiilor a fost important pentru evoluția inflației iar un răspuns disproporționat al BNR la temerile pieței nu ar face decât să inflameze anticipațiile privind inflația.

Fluctuațiile de pe piața monetară vor fi în continuare mari, atâ timp cât piața nu este suficient de adâncă și pesimismul domină piețele internaționale. Banca Națională va trebui să deceleze factorii temporari de cei cu acțiune de durată. Dacă presiunile de depreciere sunt importante pentru BNR, sterilizarea agresivă a surplusului de lichiditate poate fi un sprijin pentru moneda națională.

Date fiind rata ridicată a inflației, vulnerabilitatea cursului de schimb și nevoia atragerii de capitaluri pentru finanțarea deficitului de cont curent, este de așteptat ca BNR să decidă majorarea ratei dobânzii de politică monetară. Perspectivele economiei nu justifică însă reacțiile emoționale citate în preambul. Credem că o majorare la 9,25% reprezintă pasul maxim pe care banca centrală ar trebui să-l facă în ședința din 26 martie.

Michael Bar-Eli, Ofer H. Azar și colaboratorii lor au realizat o paralelă între comportamentul portarilor de fotbal (care se simt obligați să sară într-una din părți la loviturile de pedeapsă, deși statistic ar avea șanse mai mari să apere dacă ar sta pe mijlocul porții) și acțiunile băncilor centrale. Parafrazând al treilea citat prezentat în preambul, BNR s-ar putea simți obligată să acționeze pentru că toată lumea așteaptă acest lucru. Reacția sa, însă, ar trebui să fie moderată. O mișcare sub așteptările pieței ar fi, în acest caz, o dovadă că perspectivele economice contează mai mult decât trecutul.

-
- ¹ Emerging Markets Research, 14 februarie 2008
- ² Market Focus în Currency Weekly, 11 februarie 2008
- ³ MPRA, 2005. Lucrarea a fost comentată de Patricia Cohen în numărul din 1 martie 2008 al New York Times, articolul fiind tradus de Ziarul Financiar în numărul din 14 martie
- ⁴ Oana Aristide (2007) – „Impactul salariaților din economie asupra inflației și deficitului comercial”, Caiete de Studii ale BNR Nr 24/ decembrie 2007.
- ⁵ În ceea ce privește rata inflației aleasă pentru calcul, este interesant faptul că proiecția de inflație a BNR nu mai este cea mai optimistă din piață, pentru prima oară de la introducerea strategiei de țintire a inflației. Există bănci comerciale care anticipează la sfârșitul anului că rata inflației va coborî sub 5,5%.
- ⁶ Clasamentul folosește ultimele proiecții de inflație disponibile și așteptările pieței sau ale băncilor centrale referitoare la ratele viitoare ale dobânzilor de politică monetară.
- ⁷ Trendurile au fost calculate pentru seriile exprimate în euro. Ele nu conțin componentele sezoniere și cele cu frecvență mare.
- ⁸ Situația este vizibilă și în restul Uniunii Europene: creșterea economică din zona euro nu atinge 3%, în timp ce schimburile comerciale între țări cresc cu aproximativ 10% pe an.

Termeni și condiții

Acest material este proprietate a Bancpost SA. Este interzisă reproducerea, distribuirea sau publicarea sub orice formă a conținutului acestui material, de către orice persoană, fizică sau juridică, chiar în propriul său interes, fără acordul scris prealabil al Bancpost SA.

Încercările de orice natură de modificare a informațiilor din prezentul material, cu excepția deținătorului său legal – Bancpost SA, dau dreptul unilateral și neechivoc ca Bancpost SA să facă uz de toate prerogativele sale de a se adresa instanțelor legal competente pentru sancționarea acestui fapt.

Informațiile prezentate au doar conținut informativ și nu constituie o recomandare de a cumpăra sau vinde vreun titlu financiar sau de a realiza orice alt fel de investiție. Bancpost SA sau angajații săi pot efectua pentru contul propriu sau pentru clienții Bancpost SA investiții care să corespundă sau nu opiniilor prezentate în acest material. Acest material se bazează pe informații obținute din surse considerate a fi sigure dar corectitudinea datelor nu a fost verificată de Bancpost SA. Ca urmare, Bancpost SA nu garantează corectitudinea, completitudinea și promptitudinea datelor. Toate opiniile și estimările prezentate sunt valide la data publicării și pot fi supuse modificărilor fără informare prealabilă. Deciziile de investiții trebuie bazate pe judecata fiecărui investitor, pe informațiile de care investitorul dispune și pe evaluarea proprie a riscurilor asumate. Investițiile menționate sau sugerate în acest material pot să nu fie potrivite pentru anumite categorii de investitori, în funcție de obiectivele și de situația financiară a acestora. Comentariile făcute în acest material nu descriu pe larg riscurile și alte aspecte importante legate de deciziile de investiții. Bancpost și angajații săi nu își asumă nicio răspundere pentru orice fel de pierderi sau prejudicii, directe sau indirecte, care pot rezulta din utilizarea acestui material.